

昌红科技 (300151.SZ) 与龙共舞，打造全球最大体外诊断耗材供应商

2020年07月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

日期	2020/7/16
当前股价(元)	14.99
一年最高最低(元)	18.97/6.60
总市值(亿元)	75.32
流通市值(亿元)	43.03
总股本(亿股)	5.03
流通股本(亿股)	2.87
近3个月换手率(%)	425.76

● 医疗器械及耗材上游领域隐形冠军

公司专注于 ODM 业务，同时发展自有品牌，始终聚焦在 5 个赛道，包括基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、体外诊断耗材及试剂，标本采集&处理系统。公司涉及的医疗器械及耗材是一个成体系化生产的工业品，同时涉及五个生产制造环节：（1）塑料材料的选取；（2）合适设备的选取；（3）洁净车间自动化生产线的非标化设计嫁接；（4）控制软件的定制优化；（5）精密注塑模具设计制造环节的有效协同。相对公司的系统供应能力，海外不少供应商在这五个生产制造环节缺乏整体性，运作模式僵硬。在项目完成后，仍需要花费高昂成本进行维护。这种方式在成本和时间的统筹性上较为缺乏，所以项目开拓时常带着高昂的成本和缓慢的节奏。公司依托品质高、反应快以及价格低得以切入不断重视新兴市场的巨头供应链。

我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 11.35/10.30/12.10 亿元，实现归母净利润 1.90/2.15/3.17 亿元，EPS0.38/0.43/0.63，当前股价对应 PE 分别为 44.9/39.7/26.9，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 潜心多年，率先打入全球巨头产业链，畅享百亿美元全球市场

公司低调务实，花费多年时间率先打入欧美大客户的全球供应链中，并开始放量，空间大：1）体外诊断目前全球市场规模 700~800 亿美元，假设上游耗材占 5%~10%，对应 35~80 亿美元，公司 2019 年才实现约 1 亿营收；若考虑其他领域，对应市场规模百亿美元级别；2）中国作为最具潜力的新兴市场之一，行业增速远高于全球平均水平，将得到海外巨头越来越大的重视，不乏将供应链转移到国内的行动，有利于降低供应成本。与此同时，国内厂家如迈瑞医疗、华大基因等都在快速成长，已开启海外之旅。作为“卖水人”，将共飨这场盛宴；3）对于一家具有竞争优势的上游厂家来说，下游格局集中是一个好处，一旦进入某一个或某一些大企业的供应链，将带来长期稳定增长和较大的市场份额，与龙共舞。

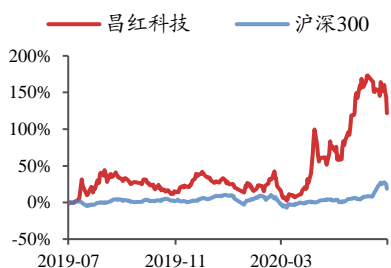
● **风险提示：**疫情反复波及国内生产；订单释放的不确定性；竞争能力下滑等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	694	715	1,135	1,030	1,210
YOY(%)	15.8	3.1	58.7	-9.3	17.5
归母净利润(百万元)	57	62	190	215	317
YOY(%)	63.8	8.7	207.6	13.2	47.5
毛利率(%)	25.1	26.5	37.0	37.5	41.6
净利率(%)	8.2	8.6	16.7	20.9	26.2
ROE(%)	6.2	6.8	17.7	16.7	19.9
EPS(摊薄/元)	0.11	0.12	0.38	0.43	0.63
P/E(倍)	150.3	138.2	44.9	39.7	26.9
P/B(倍)	9.8	9.8	8.1	6.8	5.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 昌红科技：寻求产业突破，发力医疗器械板块	3
2、 医疗耗材：机遇留给有准备的企业	6
2.1、 致力于做最优秀的体外诊断厂家的耗材供应商	6
2.2、 品质佳，响应快，价格低，才能把握机会	7
2.3、 通过股权合作，布局创新应用	9
3、 盈利预测与投资建议	9
4、 风险提示	10
附： 财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 上市公司持股柏明胜 100%股权	3
图 2： 营收持续增长，利润有提升空间	4
图 3： 医疗板块毛利率显著高于公司平均毛利率	4
图 4： 2016-2019 年医疗器械增长平缓	4
图 5： 医疗器械以代工起步	4
图 6： 2019 年医疗器械业务占比 14.71%（亿元）	4
图 7： 2019 年医疗器械境外营收占比 82%（万元）	4
图 8： 2016-2019 年柏明胜营业收入连年增加	5
图 9： 2016-2019 年柏明胜净利润稳步上升	5
图 10： 上海力因 2016-2019 年营业收入小幅波动	5
图 11： 上海力因 2016-2019 年尚未产生稳定净利润	5
表 1： 高端医疗器械及耗材代表性厂家	7
表 2： 公司医疗耗材产品系列	7
表 3： 公司已经进入不少全球大客户的供应链体系	8
表 4： 公司营收拆分与预测	9

1、昌红科技：寻求产业突破，发力医疗器械板块

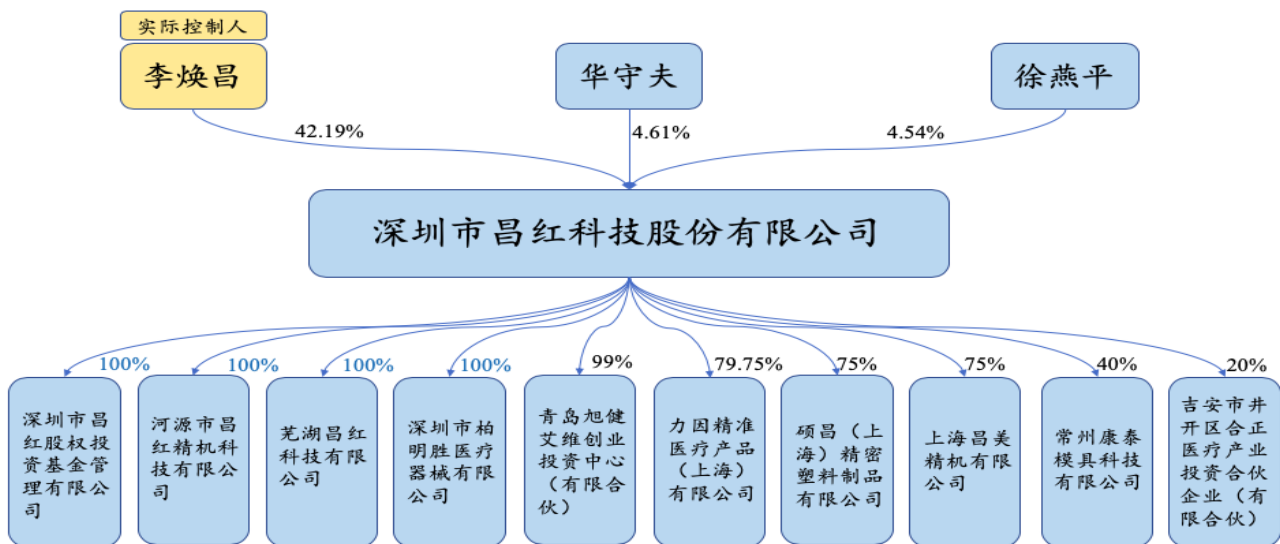
深圳市昌红科技股份有限公司成立于 2001 年 4 月 11 日，是国内专业从事精密非金属制品模具研发、设计、制造、注塑成型及销售的龙头企业之一，在模具行业率先获得国家级高新技术企业认证。公司致力于为现代制造业提供模具及产品成型解决方案，历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及 OA 设备等领域解决方案服务商。

公司专注于 ODM 业务，同时发展自有品牌，始终聚焦在 5 个赛道，包括基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、体外诊断耗材及试剂，标本采集&处理系统。依托出色的“定制化、非标准化”的解决方案，不断承接各个下游客户不同领域、不同设备的高值高质耗材的需求，以“一站式”的成熟技术供应不同客户，形成广阔的医疗器械解决方案领域的底层耗材技术储备能力，在技术和客户上实现壁垒效应。

公司的发起人为李焕昌，华守夫和徐燕平。李焕昌为公司法定代表人，现任董事长兼总经理，直接持股 42.19%成为实际控制人。曾担任深圳富士康集团技术部经理等，技术与管理经验丰富。

公司总部设在中国深圳，在香港、越南、菲律宾、塞舌尔等地区设有 4 家境外子公司；在国内设有 10 家子公司，逐步构筑成全球化集研发、制造、营销及服务网络的集团企业。

图1：上市公司持股柏明胜 100%股权



资料来源：Wind、开源证券研究所

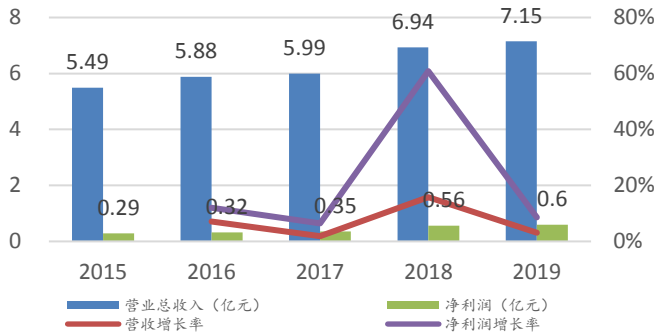
公司的产品主要分为 3 个板块，分别为注塑业务，医疗器械业务和模具业务。2019 年，公司实现营业总收入为 7.15 亿元，较 2018 年同期增加 3.13%，其中注塑业务占比 70.00%，医疗器械营收 1.05 亿元，占比 14.71%。模具和注塑业务毛利率低，医疗板块还在孵化培育阶段，未显示出较强的盈利能力，故 2019 年归属于上市公司股东的净利润仅 6,179.21 万元，同比增长 8.70%。医疗器械业务加速扩张趋势明显，我们认为将会是公司未来的第一大规模业务。

2019 年，境内医疗器械产品销售收入达到 0.86 亿元，毛利率 42.16%，境外销售

0.19 亿元，毛利率 39.57%，境内体量相较较大，毛利率略胜一筹。

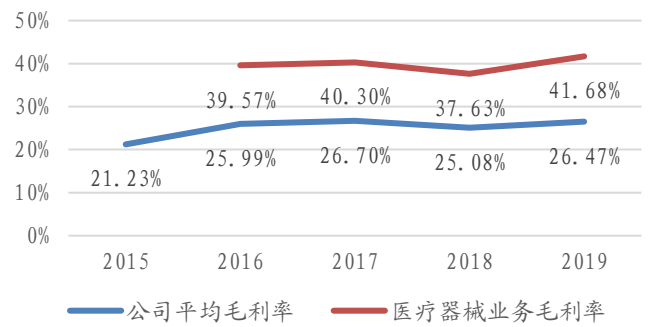
2020 年上半年，公司表现抢眼，在新冠肺炎疫情的冲击下，公司凭借检测试剂耗材和口罩等疫情相关产品畅销，营收不降反增逆势上扬，实现归母净利润 0.95~1.04 亿元，同比增长 209~239%。办公自动化（OA）设备生产领域因复工、物流、供应链等因素导致增速有所放缓。

图2：营收持续增长，利润有提升空间



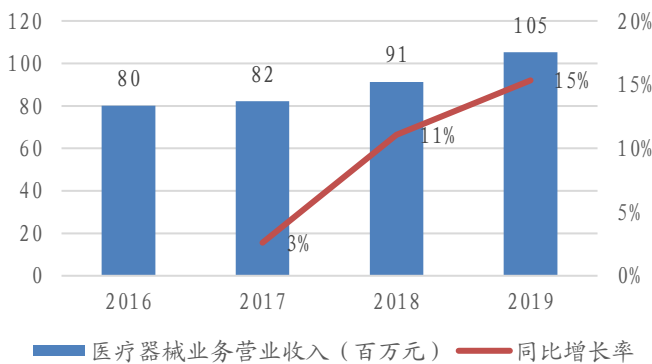
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：医疗板块毛利率显著高于公司平均毛利率



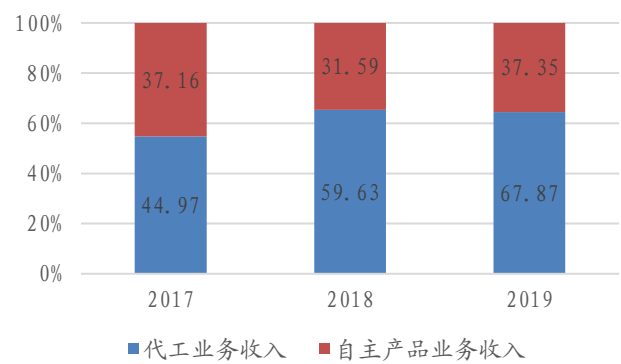
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016-2019 年医疗器械增长平缓



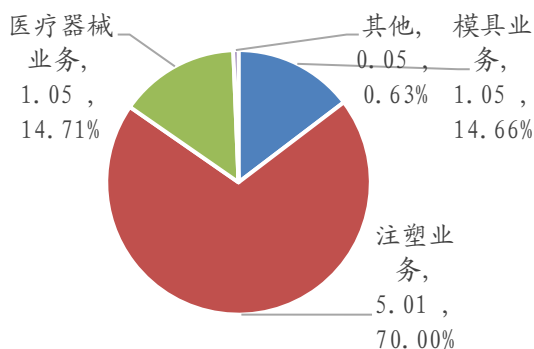
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：医疗器械以代工起步



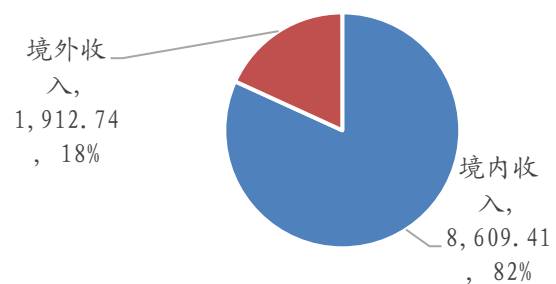
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019 年医疗器械业务占比 14.71% (亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019 年医疗器械境内营收占比 82% (万元)

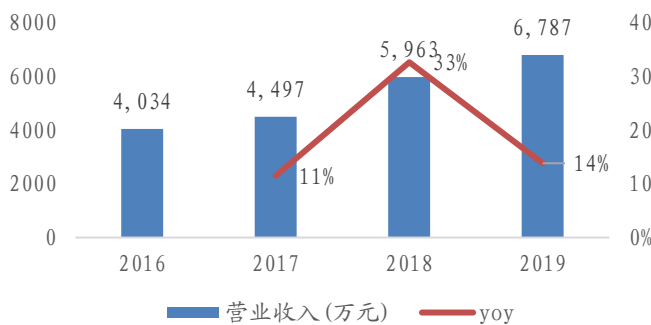


数据来源：Wind、开源证券研究所

目前，公司旗下开展医疗器械业务的核心公司为深圳市柏明胜和力因精准医疗，持股比例分别为 100%和 79.75%。

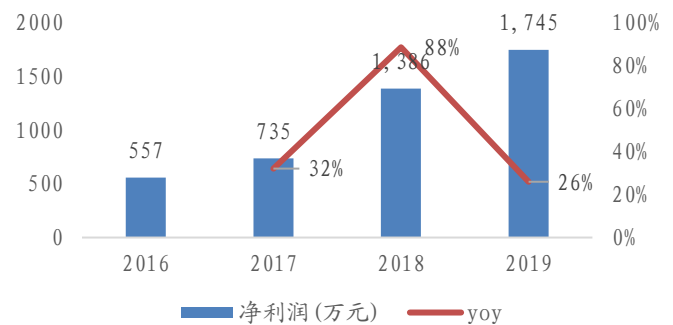
柏明胜成立于 2010 年 3 月，经营 I 类医疗耗材及医疗器械、II 类医用化验和基础设备器具的设计开发、生产加工与销售，从事 II 类医用化验和基础设备器具销售；II、III 类注射穿刺器械，医用高分子材料及制品，医用卫生材料及敷料的销售。许可经营口罩与额温枪的生产经营。柏明胜自 2016 年来营业收入稳步增加，2019 年实现营业收入 6787.02 万元；净利润自 2014 年转正，2018 年同比增幅达到 88.44%，2019 年实现净利润 1745.01 万元。

图8：2016-2019 年柏明胜营业收入连年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

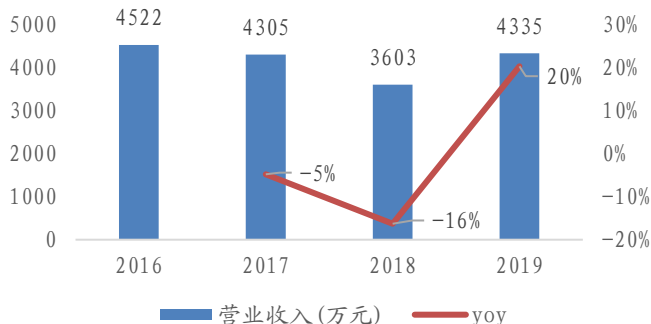
图9：2016-2019 年柏明胜净利润稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

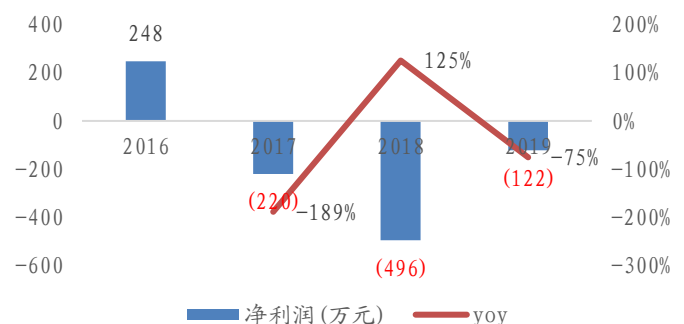
力因成立于 2007 年 10 月，是一家以研发、生产和销售医疗器械产品为主的高新技术企业，拥有包含中心实验室、测试中心等在内的研发创新中心，逐步形成以标本采集系统、基因检测试剂与耗材、辅助生殖产品、样本前处理系统、POCT 试剂、专用设备制造等六大系列产品为主线的新兴医疗器械产业基地。2015 年，通过产权转移，昌红科技收购了科华生物在力因所持的股份，并持续加大投入。使得公司从单一的真空采血管制造企业逐步过度到以精准医疗产品为主的高端医疗器械产品制造商。力因 2019 年营业收入 4334.61 万元，同比上升 20.3%，利润方面尚未实现稳定盈利。

图10：上海力因 2016-2019 年营业收入小幅波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上海力因 2016-2019 年尚未产生稳定净利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年年底至 2020 年 H1，公司完成首次实施回购股份，累计回购公司股份 5,397,500 股，约占公司总股本的比例为 1.07%，最高成交价为 9.73 元/股，最低成交价为 8.76 元/股，总成交金额为人民币 50,151,062 元（不含佣金等交易费用），将全

部用于实施股权激励计划或者员工持股计划。

2、医疗耗材：机遇留给有准备的企业

2.1、致力于做最优秀的体外诊断厂家的耗材供应商

近年来全球体外诊断市场增长稳定。根据 Kalorama 出版的《The Worldwide Market for In Vitro Diagnostic (IVD) Tests, 11th Edition》报告，2018 年全球体外诊断市场约为 650 亿美元。另外，随着全球经济的发展，人们健康意识的提高和各个国家医疗保障政策的不断完善，全球体外诊断市场预计到 2023 年将以年复合增长率 4% 的速度增长至 778 亿美元。

从区域市场格局看，2018 年全球体外诊断需求市场还主要分布在北美、欧洲、日本等发达经济体国家，分别占 IVD 市场份额的 44%、20% 和 9%。目前全球体外诊断市场增速最快来自于新兴市场，中国、印度、俄罗斯、巴西等发展中国家作为新兴市场，由于人口基数大、经济增速快以及老龄化程度不断提高，近几年医疗保障投入和人均医疗消费支出持续增长，在 IVD 市场中的份额预计会不断攀升。

从竞争格局看，全球体外诊断市场产业发展成熟集中度较高，Roche（罗氏）、Abbott（雅培）、Danaher（丹纳赫）、Siemens（西门子）、BD、生物梅里埃、赛默飞世尔等跨国医疗集团在体外诊断市场处于持续垄断地位。这些跨国医疗集团依靠其产品质量稳定、技术含量高及设备制造精密的优势，在全球高端体外诊断市场占据大部分市场份额。2017 年全球体外诊断排名前 10 家的企业市场份额占全球体外诊断市场的 74.08%。

体外诊断产业链具有高度稳定性和持续性。进入一家全球体外诊断龙头企业的供应链是一场旷日持久的考验，体外诊断耗材对生产过程和质量有特殊要求，在产品的研发设计阶段即需要耗材生产企业介入，且维持质量高度稳定，不容一点瑕疵，如以亿为计量单位的反应杯的批间差需要做到非常小。正因为对专业和品质的追求，所以往往双方的合作紧密度和持续性也非常高，大部分欧美巨头客户选择将主要精力放在整机研发、系统集成等方面，他们能够将对于耗材的需求提出，但是生产制造的落地只能外包给更加专业的公司来完成，双方的紧密战略联系会延续很长时间。

机遇已经摆在优秀的耗材供应商面前。我们认为经过多年的准备，从全球的体外诊断市场规模、区域分布和竞争格局分别来看，放在公司面前的就是一个很大的机会：1) 市场空间大，全球体外诊断市场规模 700~800 亿美元，假设耗材占比仅 5%，也有 35~40 亿美元，公司 2019 年才实现约 1 亿营收；2) 中国作为最具潜力的新兴市场之一，行业增速远高于全球平均水平，将得到海外巨头越来越大的重视，不乏将供应链转移到国内的行动，有利于降低供应成本。与此同时，国内的厂家比如迈瑞医疗、华大基因等都在快速成长，已开启走出国门之旅。作为“卖水人”，将共飨这场盛宴；3) 对于一家具有竞争优势的上游厂家来说，下游格局集中是一个好处，一旦进入某一个或某一些企业的供应链，就能带来稳定、长期的增长和较大的市场份额。

表1: 高端医疗器械及耗材代表性厂家

细分赛道	代表性公司举例
基因测序全产业链耗材	Illumina, 赛默飞, 安捷伦, 华大基因
辅助生殖耗材及试剂	Vitrolife, CooperSurgical, Cook, Labotect, 加藤, 成茂
生命科学实验室耗材	赛默飞, BD, VWR, 嘉德诺
体外诊断耗材及试剂	罗氏, 丹纳赫, 西门子, Stago, Abbott, 迈瑞
标本采集&处理系统	BD, Tecan

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2.2、品质佳，响应快，价格低，才能把握机会

公司的目标就是要做全球最优秀的体外诊断厂家的耗材供应商，为全球市场及知名客户提供覆盖基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD 诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务，意味着公司必须具备进入顶尖厂家供应链的世界一流品质、快速响应能力以及卓越的成本控制能力。

表2: 公司医疗耗材产品系列

系列分类	产品	
体外诊断仪器耗材系列	PCR 实验耗材系列	过滤板, PCR 样品杯, PCR 孔板
	反应杯系列	反应杯, 比色杯
	移液枪吸头系列	自动化导电吸头, 标准移液枪吸头,
实验室常规耗材系列	细胞筛, 接种针&接种环, L 型涂布器, 长款棉签管, 载玻片盒, 培养皿, 短款棉签管	
生殖辅助耗材系列	显微操作皿, 微型操作针, 三孔胚胎解冻皿, 囊胚培养皿, 胚胎培养皿, 卵裂期胚胎培养皿, 冷冻铝架, 冷冻复苏皿, 精子上游管, 精子冷冻管, 精液采集杯, 剑卵皿, 高脚圆筒, 多用途培养皿, 单孔胚胎解冻皿, 卵裂球活检针, 采卵管, 巴斯德管, 精液收集器, 多孔加样器,	
液体处理耗材系列	孔板类实验室耗材系列	可拆卸酶标板, 发光板, 384 孔微孔板, 96 深孔板, 96 孔 U 型板
	离心管	微量离心管, 离心管
血液标本采集耗材系列	普通真空采血管	血糖管, 血凝管, 血沉管, 血常规管, 无添加剂管, 肝素管, 分离胶管, 促凝管, 采血管管帽
	特殊应用类真空采血管	游离 DNA 收集管, PRP 采血管

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司已经具备扮演耗材系统供应商角色的能力。 高端医疗器械及耗材是一个成体系化生产的工业品, 同时涉及五个生产制造环节: (1) 塑料材料的选取; (2) 合适设备的选取; (3) 洁净车间自动化生产线的非标化设计嫁接; (4) 控制软件的定制优化; (5) 精密注塑模具设计制造环节的有效协同, 这种能力跟昌红科技多年的精密模具技术密不可分; 加上体系化的研发、生产管理及售后服务等, 同时考虑医疗产品的高标准, 确保产品 100% 的出厂合格率, 综合来看整个生产制造过程的“系统集成”是一个复杂的工程。这种系统供应商的角色定位具有不可替代性, 一方面是具备时间和资本壁垒, 获取这种能力, 需要 5~10 年的积淀; 另一方面, 系统供应使得公司与客户紧密合作, 才能创造出一个可以有效和经济的实施方案。

公司在耗材定制化业务上具有突出的优势和成熟化的业务流程。2011 年公司总部从德国引进 ROBOLINE 模具智能化生产线, ROBOLINE 生产线融合了

CAD/CAE/CAM/CAPP/PDM/ERP 软件的应用，实施控制程序化，识别自动化，编排智能化，充分展示了以加工为中心的数字化制造高科技技术。ROBOLINE 模具智能化生产线具有 5 大优势：先进的模具制造理念；交货期短，四周可以进行 FOT 测试；成熟的镶件塑模技术；加工精度高，减少人为因素所造成的偏差；高质量管控，能够产生相当大的能量消耗及成本上的节约。

经过多年努力，公司依托于快速的项目能力、定制化的自动化生产工艺、比肩并逐渐超越欧美同类企业的精密模具成型周期，加上完备快速响应的售后服务机制，在医疗器械及耗材首要强调的品质一致性和安全性要求上，已经满足并超出了客户的期待，取得巨头客户的信任和合作，陆续进入其全球供应链。例如，昌红科技积极为全球医疗龙头企业提供辅助生殖某型培养皿的 ODM 服务，该培养皿用于生殖实验室胚胎(卵子)的体外培养，需要模拟子宫的体内环境，对高分子材料的细胞毒性、亲水性指标有着苛刻的要求，因此无法通过常用的膜处理工艺达到要求。昌红科技的模具专家和高分子材料专家经过攻关，利用模具金属合金比例与高分子材料特性的巧妙匹配，在不添加任何化学辅料前提下，满足了这种培养皿的特殊质量指标，确保全球各地的生殖实验室技术人员无需任何前处理开封即可使用。同时，昌红科技设计生产的注塑模具达到 500 万次的寿命，远超国内外同行平均 100 万次，大大降低了客户的生产成本。

原供应商发展迟缓，未能迅速配合巨头企业开拓市场。 鉴于国外行业发展较早，取得了较好的市场先机，目前市场上主流厂商有德国 Eppendorf、Sarstedt，美国赛默飞、伟创力、GW Plastics、Nipro 等。但是除了几家稍大型公司外，细分领域均为小型公司，由欧美发达国家的隐形冠军所掌握，耗材供应链缺乏资源的整合。欧美巨头客户在寻找供应商时，散布在注塑模具、注塑生产、自动化制造、医疗体系建设等多个子领域的公司组成项目团队，共同进行项目推进。相对公司的系统供应能力，海外不少供应商在这五个生产制造环节缺乏整体性，运作模式僵硬。在项目完成后，仍需要花费高昂成本进行维护。这种方式在成本和时间的统筹性上较为缺乏，所以项目开拓时常带着高昂的成本和缓慢的节奏。除此之外，欧美也面临老龄化、员工成本高及后继力量薄弱等现实问题，部分欧美供应商的耗材生产线制造落地时间和维护成本越来越高，“全球及时响应”能力或无法达到客户要求，尤其是在新兴市场崛起的背景下，更凸显出更换或补充供应商的需求。

海外疫情控制不力使得跨国巨头重视起国内的供应链。 由于国际医疗客户早已有将产能转移至国内，故跟一些海外大客户前期就已经存在接洽、工厂审核等环节，赢得了市场潜在客户的认同，为后续合作打下坚实的基础。由于疫情，海外供应链中断或担心此类事件发生，加速了国际医疗客户的产能转移进程，公司由于前面数年的铺垫，最终获得了海外大客户的青睐和信任，项目开始落地，并且一个国际大客户的成功合作将不断吸引到新的客户，静待放量。

表3: 公司已经进入不少全球大客户的供应链体系

细分赛道	昌红科技已进入全球供应链体系
基因测序全产业链耗材	全球前 3 大厂商中的 2 个
辅助生殖耗材及试剂	全球前 4 大厂商中的 2 个
生命科学实验室耗材	全球前 6 大厂商中的 4 个
体外诊断耗材及试剂	全球前 6 大厂商中的 4 个
标本采集&处理系统	全球前 4 大厂商中的 2 个

资料来源：公司年报、开源证券研究所

2.3、通过股权合作，布局创新应用

2019年，公司依托自身工程及智造优势，积极投资布局医疗项目。公司出资2,000万元参与吉安市井开区合正医疗产业投资合伙企业（有限合伙）的设立，并完成对上海古森医药有限公司的参股投资，上海古森主要从事医药科技领域内的技术开发和医疗器械及辅助设备的设计、销售。目前主要产品为新一代高效吸入剂——软雾剂及配套首仿药，用于哮喘、慢性阻塞性肺疾治疗，该产品解决现有干粉制剂和气雾剂的不足，更好满足临床需求。

同时，公司看好哮喘、慢性阻塞性肺疾市场，通过全资子公司德盛投资有限公司出资2,114.70万元参股美国Pneuma Respiratory项目，Pneuma Respiratory主营亦为用于哮喘、慢性阻塞性肺疾治疗的软雾剂产品。通过参股上海古森及Pneuma Respiratory股权，为公司布局国内外哮喘、慢性阻塞性肺疾治疗领域占据制高点。上述合作进一步深化公司新兴医疗产业的战略布局，促进各方在市场资源、技术研发、管理人才、业务扩展等方面的共享和协同，完善公司的医疗产业布局。

3、盈利预测与投资建议

由于新冠疫情促进国际巨头产业链转移以及国内体外诊断龙头公司发展非常快，公司的订单大幅增加，预计柏明胜业务2020/2021/2022营收达到约1.8亿/4.2亿/6亿；其他业务中2020年包含疫情相关产品约4个亿，故增加较多；OA业务基本保持稳定，因为行业本身已经高度成熟，客户的订单比较稳定。

表4：公司营收拆分与预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
柏明胜（除口罩等）	105	200	400	600
成本	61	105	176	240
毛利	44	95	244	360
毛利率(%)	42%	48%	58%	60%
业务收入比例(%)	15%	51%	41%	50%
净利率	16%	28%	40%	44%
净利润	17	56	158	262
其他业务	610	935	630	610
成本	465	611	467	467
毛利	146	324	163	143
毛利率(%)	24%	35%	26%	23%
业务收入比例(%)	85%	82%	61%	50%
净利率	7%	14%	9%	9%
净利润	43	134	57	55
营业总收入	715	1135	1030	1210
营业总成本	526	716	643	707
毛利率(%)	26%	37%	38%	42%
净利率	8%	17%	21%	26%
净利润	60	190	215	317

数据来源：公司年报、开源证券研究所

我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 11.35/10.30/12.10 亿元，实现归母净利润 1.90/2.15/3.17 亿元，同比增长 207.6%/13.2%/47.5%，EPS0.38/0.43/0.63，当前股价对应 PE 分别为 44.9/39.7/26.9。我们同时参考 PB 对公司进行估值，截至 2020 年 7 月 16 日收盘，公司 PB 为 8.1 倍，相比历史水平偏低。基于公司未来的成长性及其确定性，首次覆盖，给予“买入”评级。

4、风险提示

疫情反复波及国内生产；订单释放的不确定性；竞争能力下滑等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	654	562	948	867	1274
现金	214	140	243	527	453
应收票据及应收账款	174	148	363	101	444
其他应收款	5	11	15	9	19
预付账款	5	6	12	4	14
存货	103	127	186	95	213
其他流动资产	153	130	130	130	130
非流动资产	382	494	635	543	561
长期投资	9	11	11	12	13
固定资产	229	278	422	331	350
无形资产	33	32	33	32	31
其他非流动资产	111	173	168	168	168
资产总计	1037	1057	1583	1410	1836
流动负债	140	170	503	136	265
短期借款	0	0	269	0	0
应付票据及应付账款	96	122	174	92	200
其他流动负债	44	48	60	44	64
非流动负债	6	5	9	5	5
长期借款	0	0	4	1	0
其他非流动负债	6	5	5	5	5
负债合计	146	174	511	141	269
少数股东权益	16	14	14	11	6
股本	503	503	503	503	503
资本公积	111	111	111	111	111
留存收益	261	292	413	555	772
归属母公司股东权益	875	868	1058	1258	1561
负债和股东权益	1037	1057	1583	1410	1836

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	60	120	17	525	-1
净利润	56	60	189	212	312
折旧摊销	35	42	48	52	56
财务费用	-12	-5	4	-1	-11
投资损失	-5	-7	-5	-4	-5
营运资金变动	-27	22	-219	267	-352
其他经营现金流	14	8	-0	-1	-1
投资活动现金流	-36	-102	-184	45	-68
资本支出	52	100	140	-92	18
长期投资	-40	-41	-1	-1	-1
其他投资现金流	-24	-43	-45	-48	-52
筹资活动现金流	-14	-84	1	-17	-5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	4	-3	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-84	-3	-14	-4
现金净增加额	15	-63	-166	553	-74

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	694	715	1135	1030	1210
营业成本	520	526	716	643	707
营业税金及附加	4	3	7	6	6
营业费用	21	24	35	31	36
管理费用	67	75	114	82	85
研发费用	34	34	54	43	51
财务费用	-12	-5	4	-1	-11
资产减值损失	12	-3	0	0	0
其他收益	7	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	5	7	5	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	60	67	211	230	342
营业外收入	1	0	2	1	1
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	60	66	211	230	342
所得税	4	6	22	18	29
净利润	56	60	189	212	312
少数股东损益	-1	-1	-1	-3	-5
归母净利润	57	62	190	215	317
EBITDA	89	104	262	279	383
EPS(元)	0.11	0.12	0.38	0.43	0.63

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.8	3.1	58.7	-9.3	17.5
营业利润(%)	65.6	12.5	213.7	9.2	48.5
归属于母公司净利润(%)	63.8	8.7	207.6	13.2	47.5
获利能力					
毛利率(%)	25.1	26.5	37.0	37.5	41.6
净利率(%)	8.2	8.6	16.7	20.9	26.2
ROE(%)	6.2	6.8	17.7	16.7	19.9
ROIC(%)	5.6	6.5	14.3	16.6	19.1
偿债能力					
资产负债率(%)	14.1	16.5	32.3	10.0	14.7
净负债比率(%)	-23.5	-15.4	3.3	-41.1	-28.6
流动比率	4.7	3.3	1.9	6.4	4.8
速动比率	2.8	2.5	1.5	5.6	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.7	0.7
应收账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	5.6	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.12	0.38	0.43	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.24	0.03	1.05	-0.00
每股净资产(最新摊薄)	1.74	1.73	2.11	2.50	3.11
估值比率					
P/E	150.3	138.2	44.9	39.7	26.9
P/B	9.8	9.8	8.1	6.8	5.5
EV/EBITDA	94.3	79.7	32.3	28.4	20.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835